

جامعة العلوم الإسلامية العالمية




المعهد العالمي للفكر الإسلامي

## المؤتمر العلمي الدولي حول :

# "الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصادي إسلامي"

عمان – الأردن

٢٥-٢٦ ذو الحجة ١٤٣١هـ/ ١-٢ كانون أول/ ديسمبر ٢٠١٠

## ورقة بحثية بعنوان:

# المضاربات الوهمية "السوقية" ودورها في الأزمة المالية "عقود الخيارات"

د. محمود فهد مهيدات*

* دكتوراه في الاقتصاد والمصارف الإسلامية من جامعة اليرموك/ الأردن ٢٠٠٨م، mahmoud_mhedat@yahoo. com.

# المضاربات الوهمية " السوقية " ودورها في الأزمة المالية "عقود الخيارات"

**إعداد:**

**د. محمود فهد مهيدات***

**الملخص:**

عقود الخيارات أداة من أدوات السوق المالي ظهرت كوسيلة تحوطية يستخدمها المستثمرون للحماية من مخاطر تغير أسعار الأوراق المالية، و المضاربون لتعظيم أرباحهم، وهي عقود ليس لها أي قيمة اقتصادية حقيقية في ذاتها، ولا أي أثر اقتصادي ينعكس على الأسواق المالية ايجابيا، إنما آثارها وهمية كونها تقوم على فروق الأسعار، مما جعل مبادلاتها صفرية انعكست سلبا على الأسواق المالية، وبالتالي فان ما نسبته ٩٨% من هذه العقود لا يجري تنفيذها لأنه لا يقابلها أصول مادية، وعليه فإن المضاربة بهذه العقود ليست من المضاربات الحقيقية التي يتم فيها تبادل أصول مادية، إنما هي مضاربات وهمية، وبالتالي كانت سببا من أسباب حدوث الأزمة المالية، وان الاقتصاد الإسلامي يمكن أن يسهم في الوقاية من آثار هذه المضاربات الوهمية، من خلال منظومته التشريعية القائمة على تحريم الربا واستبعاده من كافة النشاطات الاقتصادية، وإحلال مكانه مبدأ المشاركة في الربح والخسارة، وعليه توصي هذه الدراسة باستبعاد تداول كافة عقود المضاربات الوهمي (الخيارات المالية، والبيع على الهامش، وبيع الآجل. . الخ ) من الأسواق المالية بنوعيها الإسلامية والتقليدية. والبحث عن أدوات مالية إسلامية عوضا عنها.

**المقدمة:**

الحمد لله رب العالمين وأفضل الصلاة وأتم التسليم على سيدنا محمد وعلى آله وصحبه أجمعين وبعد، الأزمة المالية الراهنة لم تنتج عن وضع طبيعي لعمل السوق والاقتصاد الحر، بل نشأت بسبب انحراف الوضع الطبيعي للنشاط الاقتصادي الذي سلكه المستثمرون في الأسواق المالية من خلال مضارباتهم الوهمية على فروق أسعار الأوراق المالية وأسعار العملات وذلك باستحداثهم منتجات مالية لا يقابلها أصول مادية إلا ٢% فقط و٩٨ % لا يقابلها أصول مادية، وعقود الخيارات المالية المعاصرة تعد من أكثر هذه المنتجات استخداما في الأسواق المالية. وتعد عقود الخيارات من المضاربات الوهمية كون طبيعتها مبادلة صفرية حيث ما يربحه أحد الطرفين هو ما يخسره الطرف الآخر، وهذا يخرجها عن المبادلة الحقيقية كونها لا يراد بها نقل ملكية الأصل محل الاشتقاق، بل يقتصر فيها غالبا على تسوية فروقات أسعار الأوراق المالية وأسعار العملات عند نهاية العقد، وهذه العلاقة الصفرية في عقود الخيارات المالية المعاصرة تعني أنه دائما سيكون أحد طرفي العقد خاسرا، والطرف الآخر رابحا، وربحه يساوي خسارة الآخر، وهذا القمار بعينة، وبالتالي النتيجة الطبيعية خسارة عدد غير قليل من المتعاملين بهذه العقود، وهذا ما يجعل السوق المالية هشّا ومهددا بالتقلبات الاقتصادية التي لن يقتصر ضررها على طرفي العقد، بل سيصل إلى الإضرار بدول بأكملها، وتعلية على ما سبق فإن عقود الخيارات المالية المعاصرة تعتبر من أهم المشتقات التي تسببت في حدوث الأزمة المالية الراهنة كونها الأكثر تداولا في الأسواق المالية المعاصرة، ففي الولايات المتحدة الامريكة مثلا لوحدها يتم التعاقد كل يوم في أسواقها المالية على مليون عقد خيار تتضمن بلايين الدولارات، هذا

* دكتوراه في الاقتصاد والمصارف الإسلامية من جامعة اليرموك/ الأردن ٢٠٠٨م، mahmoud_mhedat@yahoo. com.

فضلا عن أنها تحتوي على كافة المخاطر التي تنطوي عليها المشتقات الأخرى " بيع الديون عقـود المستقبليات وعقود البيع الآجل ". وتأتي هذه الورقة مساهمة في بيان دور عقود الخيارات المالية المعاصرة "كأداة مـن أدوات المضاربات الوهمية" في الأزمة المالية.

**المبحث الأول: معنى عقود الخيارات المالية المعاصرة ونشأتها:**

تعد عقود الخيارات المالية المعاصرة من التطورات الحديثة نسبيا في أسواق التعامل الأجنبي وهي نوع من أنواع العقود المستقبلية، أو صورة من صورها، وهي أوراق مالية مشتقة ليس لها قيمة في ذاتها، وإنما تستمد قيمتها مـن الورقة المالية، أو الأداة المالية التي يجري عليها الاختيار، وعليه لابد من بيان مفهوم هذه العقود المعاصـرة، وبيـان نشأتها قبل الخوض في تفاصيلها وذلك النحو الآتي:

**المطلب الأول: معنى عقود الخيارات:**

عقد الخيار: " هو عقد بين طرفين يعطي لمشتريه الحق لا الالتزام أن يشتري أو يبيع كمية معينه من الأسهم أو من سلعة معينة بسعر تنفيذ معين، خلال فترة سريان العقد، ويدفع مشتري الخيار لقاء تلقيه هذا الحق مبلغا معينـا يسمى ثمن الخيار، وهو مبلغ بسيط من سعر السهم أو من سعر السلعة[1]"

**المطلب الثاني: أنواع عقود الخيارات المالية المعاصرة وسماتها العامة:**

تنقسم عقود الخيارات المالية إلى نوعين رئيسيين هما: خيار الطلب أو الشراء(Call option )، وخيـار البيـع ( pull option)، وتفصيل ذلك كما يلي:

**النوع الأول: خيار الطلب أو الشراء** (Call option)، وهو عقد يمتلك مشتريه أو مالكه (أي دافع الـثمن) حق شراء عدد محدد من أسهم شركة معينة، أو أي أوراق مالية أخرى بسعر محدد خلال فترة معينة، غالبـا مـا تكون ( ٩٠ يوما ) وهو غير ملزم بالتنفيذ، إذا أراد البائع ( محرر الخيار ) بيعه تلك الأسهم خلال مـدة سـريان العقد[2]. ويدفع مقابل هذا الحق ثمنا غير مسترد بأي حال

**تحليل التعريف:** بنظرة فاحصة لمفهوم خيار الطلب ( الشراء ) تتبين الملاحظات التالية:

**١.** لا يتضمن هذا العقد التزام مشتري حق الخيار لتنفيذ الشراء، وإنما يتضمن حصوله على حق الشراء الذي له أن يمارسه في أي لحظة يريدها خلال الفترة المحددة.

**٢.** يتضمن التزام البائع لحق الخيار بتنفيذ الصفقة عند الطلب بالثمن المحدد في العقد.

**٣.** ثمن الخيار الذي يدفعه مشتري الخيار، لا يحتسب كعربون من قيمة السهم المتفق عليه عند العقد، كونـه لا يسترد بأي حال.

**النوع الثاني: خيار البيع (Put option ):**

خيار البيع وله مسميات منها: "خيار الدفع، وخيار العرض"، وكلها بمعنى واحد، وهو عقد يعطي مشتريه أو مالكه ( أي دافع الثمن ) الحق في بيع عدد معين من الأسهم أو الأوراق المالية الأخرى بسعر محدد خـلال فتـرة محددة، ولا يجبر على البيع، إنما هو بالخيار، لأن قابض ثمن الخيار هو الملزم على الشراء في هذه الحالـة أو التنفيـذ

[1] حمامي: عبد الكريم، قاسم، سلسلة الاستثمار الحديثة في خيارات الأسهم وخيارات مؤشرات الأسهم، مطابع الفرزدق التجارية الرياض، ( د، ت )، ص ٩. بقليل من التصرف

[2] القري: محمد علي، نحو سوق مالية إسلامية، ص٢٠.، بتصرف

بشكل عام، إذا ما قرر مشتري حق البيع التنفيذ، وبالسعر المتفق عليه خلال المحددة[٣]، وهنا كذلك ما يدفعه مقابل تمتعه بحق خيار البيع، غير مسترد بأي حال.

**تحليل التعريف:** بالنظر إلى مفردات التعريف تتبين الملاحظات التالية:

**١.** إن مشتري هذا الحق" حق البيع" هو صاحب الأوراق المالية التي عرضها للبيع بالخيار

**٢.** إن هذا العقد يلزم بائع حق الخيار" الذي قبض ثمن الخيار " بالشراء، إذا ما قرر مالك الأوراق المالية " دافع ثمن خيار بيع أوراقه" بيعها .

**٣.** إن الدافع لشراء هذا الحق من قبل حامل الأوراق المالية هو: الخشية من هبوط أسعارها[٤]

**المطلب الثاني: السمات العامة لعقود الخيارات المالية المعاصرة:**

تتميز عقود الخيارات المالية المعاصرة بجملة من الخصائص، نجملها فيما يلي[٥]

١. الخيار ورقة مالية مشتقة، تستمد قيمتها من مادة الخيار المذكورة في العقد ( أسهم، سندات، أو أي ورقة مالية أخرى ).

**٢.** توقعات طرفي العقد مختلفة أمام ما يمكن أن يؤول إليه الوضع بخصوص مادة الخيار المذكورة، وإلا ما تم التعاقد أصلا، إذ يتوقع طرف ارتفاع سعر السهم خلال مدة الممارسة فيقدم على شراء حق الشراء، ويتوقع الطرف الآخر عدم تجاوز السعر السائد ( القيمة السوقية وقت التعاقد )، فيقدم على بيع حق الشراء أملا في الفوز بالمكافأة.

**٣.** إن عقد الخيار غير ملزم لصاحبه[٦]، وإنما يعطيه الحق في أن يختار تنفيذ الصفقة أو عدم تنفيذها، ونظير هذا الحق فإنه يدفع ثمن هذا الخيار.

**٤.** إن ثمن الخيار يدفع للجهة التي حررت ( أي باعت ) عقد الخيار، وتكون ملتزمة بتنفيذه، عندما يرغب مشتريه ممارسته للحق الذي اشتراه.

**٥.** إن عقود الخيارات قابلة للتداول، بمعنى أن صاحب الخيار يحق له أن يبيعها لطرف آخر بثمن مسمى بينهما .

٦. خسائر مشتري الخيار محدودة ( قيمة المكافأة )، وأرباحه غير محدودة فهي مفتوحة لمشتري خيار الشراء، تزيد مع ارتفاع القيمة السوقية للسهم، ومغلقة لمشتري خيار البيع تزيد مع انخفاض القيمة السوقية للسهم إلى أن تصل إلى الصفر (نظريا).

**٧.** تمكّن عقود الخيارات أصحابها من إمكانية الدخول في صفقات ضخمة في المستقبل ولا يدفع من قيمتها إلا حق الخيار، لتنفيذ تلك الصفقات في المستقبل[٧].

---

[٣] القري: محمد علي، نحو سوق مالية إسلامية، ص٢٠.

[٤] حطاب: كمال توفيق، نحو سوق مالية إسلامية، بحث مقدم إلى المؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي المملكة العربية السعودية، جامعة أم القرى، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، ٢٠٠٥، ص٤

[٥] انظر: الاسلامبولي: أحمد محمد خليل، العقود المستقبلية ورأي الشريعة الإسلامية، ص ٥٩ ٦٠.
وعوض: مروان، العملات الأجنبية الاستثمار والتمويل بين النظرية والتطبيق، ص١٤٦.
وحنفي: عبد الغفار، بورصة الأوراق المالية، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، ( د، ط )، ٢٠٠٣، ص٤١٤٤١٦

[٦]. هذا مغاير لما عليه العقود في الشرع، حيث إن العقد في الشرع يشتمل على " حق والتزام لكل من أطراف العقد "، بينما في الخيارات المالية المعاصرة، ينفك هذا التلازم، ليكون الحق لطرف والالتزام لطرف آخر، ولا يوجد ما يبرر هذا شرعا أو منطقا، وثمن هذه العملية هو ثمن الخيار، يدفعه الطرف المتمتع بالحق إلى طرف الالتزام المكلف.

[٧] أي إنها عمليات لا تستهدف أكثر من المضاربة على فروق الأسعار.

**٨.** إنها توفر أربعة حالات تعامل ممكنة هي: شراء حق ممارسة الشراء، وشراء حق ممارسة البيع، وبيع حق ممارسة الشراء، وبيع حق ممارسة البيع.

**٩.** امتلاك الأوراق المالية المذكورة في عقد الخيار ليس هدفا، بل يتم التعامل في الغالب بالفرق السعري[٨]، وإذا أصر طرف على الاستلام وهو أمر غير وارد غالبا يقوم الطرف الآخر بشرائها بسعر السوق السائد وقت التنفيذ، وهو نفس السعر الذي يتم احتساب الفرق بناء عليه فتكون المحصلة واحدة، أما إذا كان التعامل على مؤشر كان الاستلام أو التسليم مستحيلا[٩]

**المبحث الثاني: دوافع المستثمرين في استخدام عقود الخيارات المالية المعاصرة:**

لم تستحدث عقود الخيارات المالية المعاصرة، كأدوات في الأسواق المالية بهدف إتاحة الفرصة للمستثمرين لتحقيق الربح فقط، إنما استحدثت لأمر آخر لا يقل أهمية عن الهدف الأول، بل قد يكون هو الأهم، وهو تجنب هؤلاء المستثمرين مخاطر تقلب أسعار الأوراق المالية والسلع التي يحوزونها، أو التي يرغبون بالتعامل عليها في المستقبل، وللوقوف على دور عقود الخيارات في الأزمة المالية المعاصرة لا بد من بيان أهم الدوافع التي جعلت المستثمرين يلجئون إلى المضاربة في عقود الخيارات المالية، وبيان ذلك كما يلي:

**المطلب الأول: دوافع المشترين:**

تختلف دوافع امتلاك خيار الشراء عن دوافع امتلاك خيار البيع، وتوضيح ذلك كما يلي:

**أولا: دوافع امتلاك خيار الشراء:**

**١. دافع المضاربة:**

يمكن تعريف المضاربة في الأسواق المالية بأنها: "بيع أو شراء صوريين ليس بغرض الاستثمار، ولكن للاستفادة من التغيرات التي تحدث في القيمة السوقية للأوراق المالية في الأجل القصير جدا، حيث ينخفض بشدة معدل الارتباط بين القيمة السوقية للأوراق المالية من ناحية، وبين القيمة الاسمية والدفترية الحقيقية من ناحية أخرى"[١٠] وعلى هذا فإن المستثمر في امتلاك خيار الشراء، لا يكون غرضه تملك الأوراق المالية أو السلع، أو العملات التي اشترى خيار حق شرائها، وإنما غرضه الاستفادة من تقلبات الأسعار وتحقيق الربح من وراء ذلك[١١]، عن طريق اقتناص فرصة سنحت له، معتمدا على توقعاته لما ستكون عليه أحوال السوق والأسعار في المستقبل، فيشتري اليوم حق الحصول على أسهم بسعر محدد ليبيعها غدا عندما ترتفع أسعارها[١٢]، ولتحقيق هذا الهدف يلجأ المستثمرون إلى استعمال حقهم في الخيار عندما تتحقق توقعاتهم بارتفاع أسعار الأوراق المالية إلى أكثر من سعر التنفيذ، فيشتري الأوراق المالية أو السلع أو العملات بالسعر المنخفض، ويبيعها بالسعر الأعلى ليربح الفرق بين السعرين[١٣]، ونوضح ذلك بالمثال التالي:

---

[٨] هذا مخالف لطبيعة العقود في الفقه الإسلامي، حيث إن من المعلوم أن العقود في الفقه الإسلامي يقصد منها القبض، وذلك تحقيقا لمقصود التبادل، وهو تحقيق النفع لطرفي التبادل، بينما في هذه العقود، فإن هذا القصد شبه معدوم، وعليه فتحقق النفع لطرفي العقد معدوم، إنما النفع يكون لطرف على حساب الطرف الآخر، وهذا ضرب من القمار المحرم.

[٩] الاسلامبولي: أحمد محمد خليل، العقود المستقبلية ورأي الشريعة الإسلامية، ص ٦٠.

[١٠] احمد، محي الدين احمد، أسواق الأوراق المالية وآثارها الإنمائية في الاقتصاد الإسلامي، (دن )، (د، ط)، ص ٤٨٤

[١١] آل سلمان، مبارك بن سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، ص ١٠١٥

[١٢] عطية: فياض، سوق الأوراق المالية في ميزان الفقه الإسلامي، دار النشر للجامعات، مصر، ط١، ١٩٩٨، ص ٣٧٧

[١٣] حبش، محمد محمود، الأسواق المالية العالمية وأدواتها المشتقة، ص١٨٢

أعلن عن خيار شراء أسهم شركة معينة بالشروط التالية: عدد الأسهم "١٠"، سعر التنفيذ " ١٠٠ " ريال للسهم الواحد، مدة الخيار" ثلاثة أشهر"، ثمن الخيار" خمسة ريالات" عن السهم الواحد، فإذا توقع أحد المستثمرين ارتفاع أسعار تلك الأسهم خلال فترة الخيار، وتوقع آخر انخفاضها خلال تلك الفترة، فإن الأول منهما سيدخل السوق مشتريا لهذا الخيار الذي يخوله حق شراء هذه الأسهم خلال تلك الفترة بينما سيدخل الآخر بائعا له، وحيث إن المشتري هو المالك للخيار، فإنه يمكن بيان الحالات التي يقرر فيها شراء الأسهم أو عدمه مع بيان ما ينتج عن ذلك من ربح أو خسارة لأحد الطرفين من خلال الافتراضات الآتية:

**الافتراض الأول**: أن ترتفع أسعار تلك الأسهم إلى مستوى أعلى من سعر التنفيذ بمقدار يزيد عن مقدار ثمن الخيار، أي إلى أكثر من "١٠٥" ريالات كأن تبلغ" ١٠٨" ريالات. وفي هذه الحالة، فإن مشتري الخيار سيقوم بشراء الأسهم من الطرف الآخر بالسعر المتفق عليه ليبيعه في السوق بالسعر الجاري، وبذلك يحقق ربحا قدره "٣٠ " ريالا [١٠٨ – (١٠٠+٥) ]١٠ = ٣٠، أما بائع الخيار، فلكونه لا يملك الأسهم التي حرر عليها خيار الشراء، سيقوم بشرائها بسعر السوق ليسلمها إلى المشتري بالسعر المتفق عليه، وبذلك يتحمل خسارة قدرها " ٣٠ " ريالا أيضا [١٠٨ – (١٠٠+٥) ]١٠ = ٣٠ ريالا.

**الافتراض الثاني**: أن تنخفض أسعار تلك الأسهم إلى أقل من سعر التنفيذ، كأن تنخفض إلى (٩٠) ريالا مثلا، وفي هذه الحالة فإن مشتري الخيار لن يقوم بشراء الأسهم من بائع الخيار إنما سيفضل إذا كان له رغبة في تملك الأسهم شراؤها من السوق بالسعر المنخفض وبذلك تنحصر خسارته في ثمن الخيار الذي دفعه لمحرر الخيار ( ٥× ١٠ = ٥٠ ريالا ) والذي يعد في الوقت نفسه ربحا للمحرر.

**الافتراض الثالث**: أن ترتفع أسعار تلك الأسهم إلى أعلى من سعر التنفيذ، بمقدار لا يزيد عن مقدار ثمن الخيار، كأن تصل إلى( ١٠٣ ) ريالات. وفي هذه الحالة فإن مشتري الخيار سيقوم بالشراء ؛ لأنه وان لم يحقق ربحا من وراء ذلك، إلا أنه سيخفف من خسارته إذن بدلا من أن يخسر ثمن الخيار كله، فان خسارته، إذا قام بالشراء، ستكون "٢٠" ريالا فقط [(١٠٠+ ٥) – ١٠٣ ]١٠= ٢٠[١٤].

## ٢. الاستثمار دون التعرض للمخاطر[١٥]:

يرغب مستثمر أن يستثمر أمواله في شراء أوراق مالية من السوق المالي، ولكنه يخشى أن تنخفض قيمتها السوقية، فيلجأ إلى امتلاك عقد خيار الشراء، بدلا من شراء السهم ذاته من السوق الحاضر، وبهذه الإستراتيجية تتحقق له الأرباح، سواء ارتفعت قيمة الأوراق السوقية أو انخفضت قيمتها السوقية وتوضيح ذلك كما يلي:

**الحالة الأولى: حالة ارتفاع القيمة السوقية للسهم:**

لو افترضنا أن سعر شراء السهم ذاته كان (٥٠ ) دينارا في شهر (١٠ ) مثلا، وكانت مكافأة عقد الخيار (٣ ) دنانير مثلا، فارتفع سعر السهم إلى ( ٦٠) دينارا، فإن المستثمر سيحصل على أسهمه من المحرر بسعر التنفيذ (٥٠ ) دينارا، لبيعه في السوق الحاضرة بسعر(٦٠ ) دينارا، محققا بذلك ربحا صافيا بعد خصم مكافأة عقد الخيار (٧) دنانير لكل سهم ( ١٠٣=٧).

---

[١٤] آل سلمان، مبارك بن سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، ص١٠١٧

[١٥] هندي، منير إبراهيم، الأسواق الحاضرة والمستقبلية، ص ٢٧٠ بتصرف

**الحالة الثانية: حالة انخفاض القيمة للسهم:**

فلو انخفضت القيمة السوقية للسهم إلى (٤٠) دينارا مثلا، فلو افترضنا أن المستثمر اشترى الأسهم ذاتها من السوق الحاضرة، فإن خسارته (١٠) دنانير لكل سهم، وهي خسارة كبيرة لكن شراؤه لها بعقد الخيار خفف من تلك الخسارة من (١٠) دنانير لكل سهم إلى(٣) دنانير لكل سهم وهي ثمن الخيار، لأنه لن ينفذ خياره، وهي بالتأكيد أقل من خسارته التي كان سيتحملها لو اشترى الأسهم من السوق الحاضرة، وهذا يعد ربحا.

**٣. التحوط:**

من دوافع مشتريي خيار الشراء الاحتياط لتقلبات أسعار الأوراق المالية أو السلع أو العملات الأجنبية، وتجنب مخاطر الشراء بأسعار السوق، التي قد ترتفع كثيرا في المستقبل، مع احتفاظ المشتري بحقه في الاستفادة من الانخفاض في الأسعار في حالة حدوثه، وذلك بعدم ممارسة حقه في الشراء عندئذ، وشراء ما يحتاجه من السوق بالسعر الأقل.

ويمكن توضيح ذلك بالمثال:

شخص يرغب في شراء (٥٠٠) سهم من أسهم شركة معينة، تبلغ قيمتها السوقية في الوقت الحاضر (٥٠) ريالا للسهم الواحد، ولكنه لا يملك ثمنها في هذا الوقت، وإنما ينتظر دخلا ماليا بعد ستة أشهر مثلا، و يخشى ارتفاع أسعار تلك الأسهم في ذلك الوقت، ولذا فان خيار الشراء يعطيه الحق في شراء هذه الأسهم بعد ستة أشهر بالسعر الجاري أو قريب منه وليكن (٥٥) ريالا، مقابل ثمن خيار يدفعه لمحرره (٣) ريالات عن السهم الواحد، فإذا حلّ الأجل، وحدث ما خشيه فارتفع سعر السهم إلى مستوى أعلى من سعر التنفيذ، فإنه سينفذ الخيار، فيشتري الأسهم بسعر التنفيذ المتفق عليه بدلا من السوق الحاضرة بالسعر المرتفع أما إذا انخفضت الأسعار، أو بقيت كما هي، فإنه لن ينفذ الخيار، مفضلا شراء الأسهم من السوق الحاضرة بالسعر المنخفض، متحملا الخسارة المتمثلة في ثمن الخيار الذي دفعه للمحرر وقيمتها (٥٠٠ × ٣ = ١٥٠٠)[١٦]

**٤. التغطية للبيع على المكشوف:**

البيع على المكشوف: "بيع أوراق مالية مقترضة على أمل أن ينخفض السعر، فإذا انخفض السعر، قام المتاجرون بالأوراق المالية بشراء الأوراق التي باعوها، وإعادتها إلى مالكها ويجري تسهيل تنفيذ هذه العملية من خلال سماسرة أوراق مالية"[١٧]، فالبيع على المكشوف إذن قيام المضارب ببيع أوراق مالية لا يملكها بالسعر الجاري في السوق، وذلك من خلال اقتراضها من أحد السماسرة، على أمل أن ينخفض سعرها في المستقبل، فيقوم عندئذ بشرائها وإعادتها للسمسار، محققا من وراء ذلك ربحا، يتمثل في الفرق بين سعر الشراء وسعر البيع ويلجأ المستثمر إلى البيع على المكشوف، لغرض التغطية ضد مخاطر انخفاض القيمة السوقية للأوراق المالية التي يمتلكها، وذلك بإبرام عقد خيار شراء في ذات اليوم الذي أبرمت فيه صفقة البيع على المكشوف، وعادة قد يكون سعر التنفيذ للسهم مساويا لسعره في صفقة البيع على المكشوف، وبهذا يضع المضارب حدا أقصى للخسارة التي يمكن أن يتعرض لها والتي تتمثل في قدر المكافأة التي دفعها للمحرر هذا فضلا عن أن المبلغ المستثمر في شراء الخيار يقل كثيرا عن المبلغ الذي كان عليه أن يستثمره، لو اشترى الأسهم ذاتها مباشرة من خلال أمر الإيقاف[١٨].

[١٦] آل سلمان، مبارك بن سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، ١٠٢٠ ١٠٢١ بتصرف
[١٧] رضوان: : سمير، أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية، ص ١٢٢
[١٨] هندي، ، منير إبراهيم، الأسواق الحاضرة، ص٢٧٣، ٢٧٤، بتصرف

**ثانيا: دوافع امتلاك خيار البيع:**

**١. دافع المضاربة:**

لا تختلف آلية تحقيق هذا الدافع عن آلية تحقيق دافع امتلاك خيار الشراء الذي سبق بيانه إلا أنه هنا بدل أن يكون مشتريا لخيار الشراء، يكون مشتريا لخيار البيع، لذلك فحكمه كحكم دافع المضاربة في امتلاك خيار الشراء، لذلك يكتفى بمثال يوضح آلية تحقيق هذا الهدف من خلال امتلاك خيار البيع، وذلك كما يلي:

من المعلوم أن المضارب يعتمد في عملياته الاستثمارية المستقبلية في الأسواق المالية على توقعاته، وعليه فإذا ما توقع انخفاض القيمة السوقية لسهم ما في المستقبل، فحينئذ يمكنه اغتنام الفرصة لتحقيق الأرباح، وذلك من خلال شراء خيار البيع على تلك الأسهم، فلو فرضنا أن قيمة المكافأة للخيار( ٣ ) دولارات على السهم الواحد، وأن تاريخ التنفيذ بعد شهرين، وسعر التنفيذ( ٥٠ ) دولارا، فإذا ما انخفضت قيمة السهم في السوق إلى(٤٠) دولارا، حينئذ سيقوم بتنفيذ خيار البيع، أي يقوم بشراء الأسهم من السوق، ولتكن مائة مثلا بسعر(٤٠ ) دولارا، ليبيعه للمحرر بسعر(٥٠) دولارا محققا ربحا مقداره ( ١٠) دولارات للسهم، وهي الفرق ما بين سعر التنفيذ، وما بين سعر السوق الذي اشترى الأسهم منه أي (١٠×١٠٠=١٠٠٠ ) دولار للصفقة كلها، يطرح منها قيمة المكافأة (٣× ١٠٠ = ٣٠٠ ) دولار، فيكون الربح الصافي ( ١٠٠٠ - ٣٠٠ = ٧٠٠ ) دولار، أما إذا لم تتحقق التوقعات وارتفع سعر السهم إلى ( ٦٠ ) دولارا، فلن ينفذ عقد الخيار، ويتحمل قيمة المكافأة التي دفعها وهي (٣٠٠) دولار[١٩].

**٢. دافع التغطية ضد المخاطر:**

التغطية يتبّعها المستثمر للحد من الخسائر المرتفعة، دون التقليل بشكل كبير من العوائد المتوقعة[٢٠]، أي للتخلص من المخاطر غير المنتظمة الخاصة بالمنشأة التي يملك أسهمها وذلك بشرائه خيار البيع، فلو افترضنا أن سعر التنفيذ في عقد الخيار كان مساويا للقيمة التي اشترى بها السهم، وانخفضت القيمة السوقية للسهم عن سعر التنفيذ، حينئذ يتوقع أن يعمد مشتري خيار البيع إلى تنفيذ العقد، أي بيع أسهمه بسعر التنفيذ المتفق عليه، محددا خسائره بمقدار المكافأة التي سبق له دفعها، أما إذا ارتفعت القيمة السوقية للسهم، فحينئذ لن يكون بحاجة إلى تنفيذ الخيار، وكل ما سيخسره هو قيمة المكأفاة التي سيعوضها من الأرباح التي تتمثل في الفرق بين سعر شراء السهم، وبين قيمته السوقية التي حققت ارتفاعا[٢١].

**٣. دافع حماية محفظة الأسهم:**

يمكن استخدام عقود خيار البيع كبوليصة تأمين لحماية محفظة الأسهم من أخطار انخفاض الأسعار في السوق، أي للمحافظة على مركز السهم المملوك حاليا، وذلك بشراء خيار البيع[٢٢] لأن سعر عقد خيار البيع يتحرك بعكس اتجاه حركة سعر السهم، بمعنى أن سعر هذا العقد يرتفع بانخفاض سعر السهم[٢٣]، وتوضيح ذلك بالمثال التالي:

---

[١٩] هندي، منير إبراهيم، الأسواق الحاضرة والمستقبلية، ص ٢٧٦ بتصرف

[٢٠] انظر: الحناوي: الاستثمار في الأوراق المالية، ص ٢٦٥

[٢١] هندي: منير إبراهيم، الفكر الحديث في مجال الاستثمار، ص٦٨٠

[٢٢] حنفي: عبد الغفار، بورصة الأوراق المالية، ص ٤٥١.

[٢٣] حمامي: عبد الكريم، قاسم، سلسلة الاستثمار الحديثة في خيارات الأسهم وخيارات مؤشرات الأسهم، ص ١٦٥

لو أن مستثمرا يملك(١٠٠ ) سهم، سعر كل سهم( ١٣٠ ) دولارا، وهو متخوف من انخفاض سعر السهم في المستقبل القريب، و يرغب بالاحتفاظ بأسهمه، حينئذ يستطيع شراء خيار بيع، سعر تنفيذه( ١٢٥ ) دولارا، ومدة سريان مفعوله ستة أشهر، يدفع ثمن خيار السهم (٣ ) دولارات أي(٣٠٠ ) دولار، فإذا تحققت توقعاته، فانخفض سعر السهم إلى( ١٢٠) دولارا مثلا، فإنه آنذاك يكسب دولارين إذا قرر تطبيق العقد، حيث سيقوم بشراء السهم من السوق ب(١٢٠ )دولارا، ويبيعه بسعر(١٢٥ ) دولارا، فيكون ربحه ( ٥٠٠٣٠٠ =٢٠٠) دولار، أما إذا لم تتحقق توقعاته، فلا السعر انخفض، ولا ارتفع فحينئذ لن ينفذ عقد الخيار، ويخسر ثمن المكافأة( ٣٠٠ ) دولار ويحتفظ بأسهمه[٢٤].

**المطلب الثاني: دوافع البائعين:**

البائعون هم المحررون لعقود الخيارات، وهم المالكون للأوراق المالية، و تتمثل دوافعهم في استخدامهم للخيارات المالية المعاصرة المستخدمة في السوق المالي بما يلي:

**أولا: دوافع تحرير خيار الشراء:**

**١. دافع التغطية:**

يلجأ المستثمرون إلى تحرير خيار الشراء لتعويض بعض الخسائر التي قد يتعرض لها جراء انخفاض القيمة السوقية للأسهم التي يمتلكونها، وذلك كبديل بلائمهم، لأن تحرير مثل هذا الخيار صحيح أنه يحدد الأرباح بمقدار المكافأة فقط إلا أنه يسهم في تخفيض حدة الخسائر التي قد يتعرض لها المستمرون إذا ما انخفضت القيمة السوقية للأسهم[٢٥].

**٢. دافع تحقيق المزيد من الأرباح:**

إن رغبة المستثمر في تحقيق المزيد من الأرباح على الأسهم التي يمتلكها بالفعل، هي من الدوافع التي تدفعه إلى تحرير خيار الشراء ٠

**<u>مثال ذلك</u>:** فلو افترضنا أن مستثمرا اشترى(١٠٠ ) سهم، بسعر (٤٠ ) دولارا للسهم فارتفعت قيمته السوقية إلى(٥٠) دولارا، فإذا رغب في زيادة أرباحه، فيمكنه أن يحرر عقد خيار شراء بقيمة (٥ ) دولارات للسهم، وتاريخ( ٣) أشهر، وبسعر تنفيذ( ٥٠ ) دولارا فلو ارتفعت القيمة السوقية للسهم إلى(٦٠) دولارا، حينئذ سيطلب المشتري تنفيذ الخيار، إلا أن محرر الخيار لن يستفيد من تلك الزيادة إلا المكافأة وهي ( ٥× ١٠٠=٥٠٠ ) دولار، إضافة إلى الربح الأساسي وقدره( ١٠ ) دولارات وهي الفرق بين السعر وقت العقد وبين سعر التنفيذ (٥٠ ٤٠ =١٠ × ١٠٠ = ١٠٠٠) دولار للعقد، أي أن أرباحه الكلية تصبح ١٥٠٠ دولار٠أما إذا انخفضت القيمة السوقية للسهم بدرجة أقل من سعر التنفيذ، فإن ربحه سينحصر في ثمن المكافأة فقط، لتعويضه كليا أو جزئيا عن انخفاض القيمة السوقية للسهم وعلى كل حال، فإن المحرر تكون له الحرية في بيع أسهمه إذا أراد، أو الاحتفاظ بها أملا في سعر أفضل[٢٦]

---

[٢٤] المرجع السابق، ص ١٦٦

* هذا الهدف لا يختلف عن سابقه من حيث الباعث عليه، وهو الحماية من خطر تقلبات أسعار الأوراق المالية التي يملكها، وكذلك من حيث مآل هذا العقد، الذي بطبيعة الحال يؤول إلى عدم التنفيذ غالبا لاكتفائهم بالتصفية النقدية بينهما، فيربح من يربح، ويخسر من يخسر، وفي كل مقامرة.

[٢٥] هندي: منير إبراهيم، <u>الفكر الحديث في مجال الاستثمار</u>، ص ٦٨١ بتصرف

[٢٦] المرجع السابق، ص ٦٨٢ بتصرف

**ثانيا: دوافع تحرير خيار البيع** [27]

من دوافع تحرير خيار البيع: الاستفادة من ارتفاع قيمة المكافأة، والاستفادة من اتجاه حركة أسعار الأسهم في المستقبل، وتفصيل ذلك كما يلي:

**١. دافع الاستفادة من ارتفاع قيمة المكافأة:**

يتناسب سعر تنفيذ الخيار مع تاريخ التنفيذ تناسبا طرديا، بمعنى أن سعر الخيار يكون أعلى كلما اقترب تاريخ التنفيذ، وعليه فإن رغب المستثمر بتحقيق أرباح كثيرة، فيمكنه ذلك من خلال تحرير خيار البيع، ولكن مع مراعاة أن يكون تحرير خيار البيع على عدد كبير نسبيا من الأسهم[28].

**٢. الاستفادة من ارتفاع محتمل في سعر السهم:**

إذا ما توقع المستثمر ارتفاع سعر سهم ما في المستقبل، فقد يعمد لاقتنائه بسعر منخفض من خلال تحرير خيار بيع، ينتهي تاريخ تنفيذه قبل حدوث ارتفاع حاد في سعر السهم، ليجني من وراء ذلك الأرباح[29]

**المبحث الثالث: عقود الخيارات المالية المعاصرة مضاربات سوقية وهمية:**

**المطلب الأول: مفهوم المضاربات الوهمية:**

يقصد بالمضاربات الوهمية: المضاربات السوقية، أي التي يلجأ إليها المستثمرون في الأسواق المالية، لحماية أنفسهم من الخسارة المحتملة لأوراقهم المالية التي بحوزتهم ولجني الأرباح بأقصى سرعة، وبأقل تكلفة، وعليه يمكن تعريف المضاربة في الأسواق المالية بأنها: "بيع أو شراء صوريين ليس بغرض الاستثمار، ولكن للاستفادة من التغيرات التي تحدث في القيمة السوقية للأوراق المالية في الأجل القصير جدا، حيث ينخفض بشدة معدل الارتباط بين القيمة السوقية للأوراق المالية من ناحية، وبين القيمة الاسمية والدفترية الحقيقية من ناحية أخرى[30]، وعلى هذا فإن المستثمر في امتلاك خيار الشراء، لا يكون غرضه تملك الأوراق المالية أو السلع، أو العملات التي اشترى خيار حق شرائها، وإنما غرضه الاستفادة من تقلبات الأسعار وتحقيق الربح من وراء ذلك[31] عن طريق اقتناص فرصة سنحت له، معتمدا على توقعاته لما ستكون عليه أحوال السوق والأسعار في المستقبل، فيشتري اليوم حق الحصول على أسهم بسعر محدد ليبيعها غدا عندما ترتفع أسعارها، ولتحقيق هذا الهدف يلجأ المستثمرون إلى استعمال حقهم في الخيار عندما تتحقق توقعاتهم بارتفاع أسعار الأوراق المالية إلى أكثر من سعر التنفيذ، فيشتري الأوراق المالية أو السلع أو العملات بالسعر المنخفض، ويبيعها بالسعر الأعلى ليربح الفرق بين السعرين[32]

ويمكن تعريفها كذلك بأنها "عبارة عن عمليات بيع وشراء متعاكسة صورية، لا يقصد بها التقابض(السلعة فيها غير مرادة: لغو)، بل يقصد بها الانتفاع من فروق الأسعار الطبيعية أو المصطنعة، والأرباح الرأسمالية، إذا صدق التنبؤ بتغيرات الأسعار في الأجل القصير سواء

---

[27] لا تختلف هذه الدوافع عن دوافع تحرير خيار الشراء، لا من حيث الهدف، ولا من حيث الآلية، لذا نكفي أن نشير اشارة لها فقط.
[28] هندي: منير إبراهيم، الفكر الحديث في مجال الاستثمار، ص ٦٨٤ بتصرف
[29] المرجع السابق، ص٦٨٤
[30] احمد، محي الدين احمد، أسواق الأوراق المالية وأثارها الإنمائية في الاقتصاد الإسلامي، سلسلة صالح كامل للرسائل الجامعية (دن )، (د، ط)، ص ٤٨٤
[31] آل سلمان، مبارك بن سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، ص ١٠١٥
[32] حبش، محمد محمود، الأسواق المالية العالمية وأدواتها المشتقة، ص١٨٢

اعتمد هذا التنبؤ على المعلومات والخبرة والدراسة، أو على الإشاعات والحظ والمصادفة". [٣٣]

من خلال ما سبق يتبين لنا أن المضاربة نوعان:

١. مضاربة على الصعود: وصورتها: قيام المضارب بالشراء والبيع عندما يصح توقعه بارتفاع السعر.

٢. مضاربة على الهبوط: وصورتها قيام المضارب بالبيع الآجل على أمل هبوط الأسعار ثم يقوم بشراء ما باعه سابقا بالآجل.

**المطلب الثاني: العلاقة بين المضاربات الوهمية " السوقية " وعقود الخيارات المالية:**

العلاقة بين المضاربات الوهمية وعقود الخيارات المالية علاقة واضحة تظهر من خلال آلية العمل لكل منهما في الأسواق المالية، ومن خلال أهداف المستثمرين في الأسواق المالية وتفصيل ذلك على النحو الآتي:

**الفرع الأول: آلية العمل لعقود الخيارات المالية في الأسواق المالية:**

آلية العمل لعقود الخيارات المالية من قبل المستثمرين يمكن بيانها من خلال ما سبق بيانه من تعريف عقود الخيارات"خيار الشراء، خيار البيع"في المبحث الأول وذلك على النحو الآتي **آلية العمل في خيار الشراء**

حينما يرغب أحد المستثمرين بالاستثمار في الأوراق المالية ينظر إلى السوق، فان توقع ارتفاعا لسعر أسهم لشركة ما، ولكنه في نفس الوقت يخشى هبوطا مفاجئا أو غير متوقع للأسعار تلك الأسهم، وبالتالي تلحق به خسارة كبيرة يستطيع تفاديها من خلال تحوطه بعقود خيار الشراء، ولذلك حتى يحمي نفسه من تلك الخسارة المتوقعة من جهة، ويجني أرباحا من جهة أخرى، يعمد إلى شراء خيار الشراء ليملك فيه حق شراء تلك الأسهم التي توقع ارتفاع سعرها، بحيث إذا حصل هبوط في أسعار تلك الأسهم لا يكون ملزما بالتنفيذ لعقد الخيار بمعنى لا ينفذ العقد ويكتفي بخسارته لثمن عقد الخيار الذي دفعه لمحرر عقد الخيار إذا ما أراد البائع أن ينفذ عقد عند الاستحقاق، وبهذا يكون قد حمى من نفسه من الخسارة، أما إذا ارتفعت الأسعار حسب توقعاته، فانه يطلب تنفيذ العقد من محرر الخيار ليبيع الأسهم بالسعر الجديد الذي يكون عادة أقل من سعر الشراء وبهذه الآلية يكون قد جنى الأرباح، وحمى نفسه من الخسارة.

**آلية العمل في خيار البيع:**

لا تختلف الآلية عما هي عليه في خيار الشراء، إلا أن المستثمر هنا يكون مالكا للأوراق المالية، ويخشى هبوطا في أسعارها، وبالتالي تلحق به خسارة يستطيع حماية نفسه منها لذلك يعمد إلى تحرير عقد خيار يملك به الحق في بيع الأوراق المالية بسعر محدد خلال فترة محددة، ولا يجبر على البيع، إنما هو بالخيار، وعليه، فان ارتفعت الأسعار ينفذ العقد كون العقد يلزم بائع حق الخيار" الذي قبض ثمن الخيار " بالشراء، إذا ما قرر مالك الأوراق المالية " دافع ثمن خيار بيع أوراقه" بيعها. والعكس صحيح أي إذا انخفضت الأسعار فانه يحمي نفسه من الخسارة، وذلك من خلال عقد الخيار الذي أعطاه الحق بعدم البيع لمشتري الخيار عندما يطلب منه تنفيذ العقد. وبهذه الآلية يكون

[٣٣] المصري، رفيق المضاربة على الأسعار بين المؤيدين والمعارضين، مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي جامعة الملك عبدالعزيز – جدة، ندوة الأربعاء، ١٤٢٦/١١/ هـ = ٢٠٠٥/١٢/٢٨م

قد جنى الأرباح في حال ارتفاع أسعار أوراقه المالية، وحمى نفسه من الخسارة في حال إذا ما انخفضت أسعار أوراقه المالية.

**الفرع الثاني: وجه العلاقة بين المضاربات الوهمية " السوقية " وعقود الخيارات:**

من خلال ما سبق بيانه نستطيع تحديد العلاقة بين المضاربات الوهمية " **السوقية** " وبين عقود الخيارات المالية، وذلك على النحو الآتي:

يلجأ المستثمرون في الأسواق المالية، إلى المضاربات الوهمية " السوقية " لحماية أنفسهم من الخسارة المحتملة لأوراقهم المالية التي بحوزتهم، ولجني الأرباح بأقصى سرعة وبأقل تكلفة، وهذا يعني أن المستثمر حينما يبيع أو يشتري ليس بغرض الاستثمار الحقيقي المبني على تبادل السلع بين طرفي العقد، وإنما ذلك كله صوري، وذلك للاستفادة من التغيرات التي تحدث في القيمة السوقية للأوراق المالية في الأجل القصير جدا، وعلى هذا فإن المستثمر، لا يكون غرضه تملك الأوراق المالية أو السلع، أو العملات التي اشترى، وإنما غرضه الاستفادة من تقلبات الأسعار وتحقيق الربح من وراء ذلك، وهكذا الحال في سوق عقود الخيارات المالية، فالمستثمر في امتلاك خيار الشراء أو خيار البيع، لا يكون غرضه تملك الأوراق المالية أو السلع، أو العملات التي اشترى خيار حق شرائها أو بيعها، وإنما غرضه الاستفادة من تقلبات الأسعار وتحقيق الربح من وراء ذلك عن طريق اقتناص فرصة سنحت له، معتمدا على توقعاته لما ستكون عليه أحوال السوق والأسعار في المستقبل فيشتري اليوم حق الحصول على أسهم بسعر محدد ليبيعها غدا عندما ترتفع أسعارها أو يشتري حق خيار عدم بيع أسهمه التي يملكها، ليحمي نفسه من خطر هبوط أسعارها.

وبناء على ما تقدم يتبين لنا أن العلاقة بين المضاربات الوهمية " السوقية " وبين عقود الخيارات المالية تكمن في أن عقود الخيارات المالية هي أسلوب من أساليب البورصة التي يلجا إليها المستثمرون في الأسواق المالية. فعقود الخيارات هي محض مراهنة على اتجاهات الأسعار صعودا ونزولا، وكذلك المضاربات السوقية فهي محض مراهنات اتجاهات الأسعار.

**المبحث الرابع: دور المضاربات الوهمية في الأزمة المالية:**

يقصد بالأزمة بأنها "ظاهرة تعرف بنتائجها، ومن مظاهرها انهيار البورصة، وحدوث مضاربات نقدية كبيرة ومتقاربة، وبطالة دائمة[٣٤]، وتعرف الأزمة المالية بشكل خاص بأنها" انهيار النظام المالي برمته مصحوبا بفشل عدد كبير من المؤسسات المالية وغير المالية مع انكماش حاد في النشاط الاقتصادي الكل. [٣٥] وهي" كذلك " انهيار مفاجئ في سوق الأسهم، أو في عملة دولة ما، أو في سوق العقارات، أو مجموعة من المؤسسات المالية، لتمتد بعد ذلك إلى باقي الاقتصاد ويحدث مثل هذا الانهيار المفاجئ في أسعار الأصول نتيجة انفجار "فقاعة سعرية مثلا "، والفقاعة المالية أو السعرية، أو فقاعة المضاربة كما تسمى أحيانًا هي بيع وشراء كميات ضخمة من نوع أو أكثر من الأصول المالية أو المادية كالأسهم أو المنازل بأسعار تفوق أسعارها الطبيعية أو الحقيقية[٣٦]، من خلال ما سبق يتبين لنا أن الأزمة المالية هي: انهيار شامل في النظام المالي والنقدي.

[٣٤] دنيال أرنولد، ترجمة عبد الأمير شمس الدين، تحليل الأزمات الاقتصادية للأمس واليوم، المؤسسة الجامعية للنشر والتوزيع، بيروت، 1992م، ص 11

[٣٥]. السيد البدوي عبد الحافظ، إدارة الأسواق المالية -نظرة معاصرة -دار الفكر العربي، القاهرة، 1999، ص 39

[٣٦] إبراهيم علواش، "**نحو فهم منهجي للأزمة المالية العالمية**"، مقال منشور على الموقع الإلكتروني:

ولا شك ان ذلك الانهيار للنظام المالي والنقدي كان للمضاربات الوهمية دور كبير في حدوثه، كيف لا ومعظم العمليات الاستثمارية التي كان يقوم بها المضاربون في الأسواق المالية كانت منحصرة في المقامرة المنفصلة عن الواقع الاقتصادي الحقيقي، ذلك أن الكثيرين اتخذوا من المضاربة في أسعار الأسهم وسيلة لجني الأرباح غير المبررة والتي لا يسندها واقع اقتصادي حقيقي، وكان ذلك من خلال أدوات المضاربات الوهمية "عقود الخيارات المالية المعاصرة البيع على الهامش، والبيع على المكشوف. الخ " التي تقوم على المراهنة على فروق الأسعار المصطنعة لتلك الأوراق المالية. وتفصيل ذلك الدور لتلك المضاربات الوهمية في حدوث الأزمة المالية سيكون من خلال بيان الآثار الاقتصادية التي انعكست على الأسواق المالية بسبب تلك المضاربات، وذلك على النحو الآتي: قلنا: ان الأزمة المالية تتمثل في انهيار النظام المالي والنقدي في الأسواق المالية العالمية مما انعكس سلبا على اقتصاديات العالم، وهذا الانهيار يعني أن له دلالات ومظاهر نستطيع أن نسمّيها الآثار الاقتصادية السلبية التي أطاحت بالأسواق المالية، و يمكن أن نجملها فيما يلي:

1. **أزمة أسواق المال" حالة الفقاعات"**: تحدث الأزمات في الأسواق المالية نتيجة ما يعرف اقتصاديًا بالفقاعة "شدة المضاربة" والتي تحدث عندما يرتفع سعر الأصل بشكل يتجاوز قيمتها العادلة، ويكون الهدف من شراء الأصل هو الربح الناتج عن ارتفاع سعره وليس بسبب قدرة هذا الأصل على توليد الدخل، و لكن بمجرد عودة أسعار الأصول إلى قيمتها الحقيقية يحدث الانهيار وتصل إلى أدنى مستوياتها، ويرافق ذلك حالات من الذعر والخوف فيمتد أثرها نحو أسعار الأصول الأخرى سواء في نفس القطاع أو قطاعات أخرى. وعليه فحينما ارتفعت أسعار العقارات وأسعار النفط من خلال انتقال رؤوس الأموال المضارِبة من العقارات إلى النفط، أدى ذلك إلى فائض الطلب على النفط وعقوده الآجلة. وبالتالي فإن هذا الارتفاع لأسعار النفط ومشتقاته وكل ما يرتبط به، تسبب في تزايد تعثر القروض العقارية التي تعتبر هي كذلك من أهم أسباب حدوث الأزمة المالية، وذلك عندما وجد المقترضون أنفسهم مضطرين للاختيار بين الجوع ودفع أقساط قروضهم. فتوجهوا إلى البنوك للاقتراض ليسدوا ديونهم، لكن البنوك لا تقرض إلا بضمانات، فكان الحل استصدار المشتقات الائتمانية لضمان سداد القروض. وفعلا البنوك قد منحت المضاربين "الذين تعثروا في سداد ما تراكم عليهم من ديون بسبب مضارباتهم المحمومة على فروق أسعار أسهم النفط، وفروق أسعار أسهم العقارات" القروض ثم قامت تلك البنوك ببيع تلك القروض على شكل سندات، مع التأمين على هذه السندات، فكانت النتيجة زيادة نسبة المشتقات الائتمانية وتضخمهما، لأن التأمين يشجع على الإقراض، والإقراض يساهم في رفع الأسعار وارتفاع الأسعار يشجع على التأمين، والتأمين يشجع على القروض لانخفاض المخاطر، مما يشجع على المزيد من الإقراض، وهكذا فأصبحت حلقة الإقراض والتأمين يغذي بعضها بعضا ما أدى إلى تضاعف حجم الفقاعة[٣٧]، أي "شدة المضاربة" فأدى ذلك كله إلى تبخر سيولة البنوك، لأن المقترضين لم يعودوا قادرين على سداد الديون، وبالتالي أصبحت تلك الديون مشكوكا فيها أو حتى أصبحت ميتة وبهذا نقصت أرباح البنوك، بل تحولت إلى خسائر، فنقصت السيولة في الأسواق المالية العالمية، فكانت أزمة أسواق المال[٣٨].

---

www. aljazeera. net/NR/exeres/FE3852AF-FB9E-4E4C-8537-F4E. htm consulté le 10/11/2008

[٣٧] سويلم، سامي: أسلحة الدمار المالي الشامل، الأزمة المالية العالمية أسباب وحلول من منظور إسلامي، مجموعة من الباحثين، مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي، جامعة الملك عبد العزيز، ط١، ٢٠٠٩، ص٤١ بتصرف).

[١] المصري، رفيق: الأزمة المالية العالمية: من يتحمل مسؤوليتها، الأزمة المالية العالمية أسباب وحلول من منظور إسلامي، مجموعة من الباحثين، مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي، جامعة الملك عبد العزيز، ط١، ٢٠٠٩، ص٣٧٥.

### ٢. خروج صغار المستثمرين من الأسواق المالية

من المعلوم أن المضاربات الوهمية تتحكم بالأسعار صعودا ونزولا دون مبرر حقيقي، وهذا التحكم هو الذي قد الحق خسائر فادحة بصغار المستثمرين مما دفعهم مضطرين للخروج من السوق بسبب الخسائر التي لحقت بهم، وخروج هؤلاء المستثمرين الصغار السوق أدى إلى حدوث تقلبات واضطرابات في السوق المالي وتفصيل ذلك كما يلي:

بينا أن العلاقة بين المضاربات الوهمية وعقود الخيارات المالية تظهر من خلال آلية العمل لكل منهما في الأسواق المالية، ومن خلال أهداف المستثمرين في الأسواق المالية، وعليه فان من الأساليب التي كان يلجأ إليها كبار المستثمرين أسلوب الترويج لارتفاع أسعار بعض الأسهم في السوق المالي وذلك من خلال إدراج طلبات شراء غير حقيقية بشكل كبير جدا لسهم معين لتغرير صغار المستثمرين ليقوموا بشراء ما يستطيعون من أسهم تلك المنشئة، لأن من الطبيعي حينما يرون أولئك الصغار طلبات شراء الكبار لتلك الأسهم سيعتقدون أنها سترتفع وبالتالي سيحصلون على أرباح كثيرة، وفعلا هذا ما قام به صغار المستثمرين، فقد قاموا بالتقدم بشراء كميات كبيرة من تلك الأسهم، عندها عمد أولئك الكبار إلى سحب طلبات شرائهم التي أدرجوها في المحفظة، وعرضوا مقابلها بيع كميات كبيرة لتلك الأسهم التي ارتفعت أسعارها بسبب كثرة طلبات الشراء التي تقدم بها صغار المستثمرين وبعد إتمام الصفقات مع الصغار تبدأ أسعار الأسهم بالتراجع، ويدفع الصغار ثمن هذه المضاربات، ولا يقف الأمر عند هذا الحد، بل إن أولئك الكبار يعاودن الشراء مرة ثانية بعد تراجع سعر السهم، وهكذا مرة تلو الأخرى مما أدى إلى خروج صغار المستثمرين من السوق المالي. والمعروف إن صغار المستثمرين يعتبرون من المحركات النشطة للسوق، والقلب النابض لأسواق الأوراق المالية وذلك نظرا لأهميتهم في تنمية وازدهار هذه الأسواق، وحينما أصبح دورهم غائبا يعني ذلك أن أموال كبيرة قد تحولت إلى جيوب الكبار، مقابل خسائر فادحة لحقت صغار المستثمرين، كل ذلك أدى إلى فقدان الأسهم نسبة كبيرة من قيمتها السوقية، فحدثت اختلالات واضطرابات مالية تسببت في حدوث الأزمة المالية، ومما يؤيد هذا ما أورده موقع البوصلة "أنه خرج نحو ٣٦ ألف مساهم محلي من بورصة عمان منذ بدء الأزمة المالية العالمية في خريف عام ٢٠٠٨ بعد ان فقدت الأسهم التي يملكها المستثمرون الأردنيون ٤٫٧ مليار دينار من قيمتها خلال أخر سنتين. وانخفضت قيمة الأسهم السوقية خلال أخر ٢٤ شهرا بين أيلول ٢٠٠٨ وآب ٢٠١٠ حوالي ١٥ مليار دينار متأثرة بسلسلة انخفاضات كبيرة في أسعار الأسهم في البورصات العالمية والعربية[٣٩]"

### ٣. اختلال الميزان الاقتصادي

يقصد بالاختلال بالميزان الاقتصادي: الخلل في التوازن الاقتصادي الذي يتمثل في تساوي العرض النقدي مع العرض السلعي، وهذا الاختلال إذا ما حصل فإنه يؤدي إلى هزات اقتصادية خطيرة وبالتالي يؤدي إلى أزمات مالية اقتصادية مستمرة، وذلك من خلال ما يجري في أسواق النقد وأسواق رأس المال، بحيث صارت الآلية الأساسية هي آلية القرض أو الدين الذي يتمثل في المضاربات الوهمية " الخيارات والبيع الأجل والمتاجرة بالهامش و البيع على المكشوف " وهي مشتقات تعمل على التوسع أو التقلص في حجم الصفقات، ومن ثم في أسعار الأوراق المالية، دون أي تغير فعلى في عرض هذه الأوراق، بل ان تغير نسب التغطية للهامش ومعدلات الفائدة لا بد أن

---

٣٩. موقع البوصلة: www. albosala. com/Portals/Content/?info. . . jsp الاثنين ٢٦/١٠/١٤٣١ الموافق ٤/١٠/٢٠١٠

تضيف في نهاية المطاف إلى أسواق الأوراق المالية بعدا آخر من الشك وعدم الاستقرار، وبالتالي فــان المضــاربين سيجبرهم السوق على تصفية مراكزهم، وهذا يؤدي إلى خفض الأسعار[٤٠]، لذلك فالتحول الــذي جــرى مــن القرض للإنتاج إلى القرض للقرض، أدى ذلك إلى نمو القطاع غير المنتج وازداد وزنه النسبي في الاقتصاد الرأسمــالي على حساب القطاع المنتج، فحل صنع النقود "التربح" محل صنع السلع وحلت الفائدة محــل الــربح، وبــرزت المضاربة بمدلولها الاقتصادي بوصفها نشاطاً جوهرياً في النظم الرأسمالية لا يتحرك بهدف خدمة قضية الإنتاج ولكن بغرض تحقيق المزيد من المكاسب والمغانم. وكل ذلك أدى إلى زيادة العرض النقدي على العرض السلعي، وبالتالي الى اختلال الميزان الاقتصادي، الذي تسبب في كثير من الهزات الاقتصادية، كانهيار سوق مناخ الكويت ما بعــد عام ١٩٨١، وأحداث الانهيار العظيم الذي اجتاح الأسواق العالمية عام ١٩٨٧، و ما حدث أيضاً في أزمة انهيــار سبتمبر ٢٠٠٨.

**٤. تدني كفاءة سوق الأوراق المالية**

من أدوار المضاربات الوهمية في الأزمة المالية تصعيد أسعار الأسهم وتضخيمها أكثر من أســعارها الســوقية العادلة، وقد أدى هذا إلى عزل العلاقة بين الأداء الاقتصادي للشركات وبين أسعار أسهمها في السوق مما قاد هذا في نهاية الأمر إلى تدني كفاءة سوق الأوراق المالية من خلال تعويم أسعار الأســهم، وفــك ارتباطهــا عــن أداء الشركات صاحبة الأسهم بفعل المضاربات الوهمية. لأن عدم الاستقرار في سوق الأسهم يؤدي إلى عدم اســتقرار المؤسسات المالية التي تتعامل بشكل مباشر، أو غير مباشر، في سوق الأسهم، وهذا يتسبب في الإخلال بالنظام المالي، والإضرار بالاقتصاد. وهذا للأسف الشديد قد ولد ثقافة لدى المتداولين لأدوات المضاربات الوهمية بأفضلية تلك المضاربات العشوائية على أسهم الشركات فأدى بهم إلى عدم اهتمامهم بتبني استراتيجيات لاستثماراتهم وإدارتهــا على ضوء كفاءة السوق وأداء الشركات

**٥. اضطراب أسعار الصرف في الأسواق الدولية**

كان للمضاربات الوهمية دور في اضطراب أسعار الصرف في الأسواق الدولية، و في تدهور قيمة العمــلات لبعض الدول، مما أدى إلى ارتفاع أسعار السلع الإستراتيجية مثل النفط، و السلع الغذائية خاصة القمح و السكر، و أسعار السلع الصناعية مثل الحديد و الاسمنت و أسعار الذهب، بل ان أسعار النفط وصــلت في بدايــة شــهر سبتمبر ٢٠٠٨م إلى (١٤٧) دولار، وهو أعلى سعر وصلت إليه أسعار هذه المادة في التاريخ[٤١]، هذا من ناحيــة، ومن ناحية أخرى فان تدهور قيمة عملة أي دولة سيضعف الثقة بها داخليا وخارجيا، وعندها ستضــطر تلــك الدولة إلى الاقتراض من العالم الخارجي؛ الأمر الذي سيتسبب في تراكم الديون الخارجية عليها بما ســيؤثر علــى النمو الاقتصادي ورفاهية الفرد. ولن يقف الأمر عند هذا الحد، بل إنها ستعجز عن اجتــذاب رؤوس الأمــوال الأجنبية للاستثمار، أو سحب الاستثمارات الحالية؛ مما سيؤثر على قدرتها على توفير العملات الأجنبيــة، فتتــأثر حركة المبادلات التجارية الخارجية، مما يؤدي لزيادة ارتفاع الأسعار، وبالتالي قلة الدخل الحقيقي الذي يحصل عليه الفرد. والمستهلك هو الذي سيتحمل الأعباء الناجمة عن ارتفاع الأسعار.

---

[٤٠] شابرا، محمد عمر، نحو نظام نقدي عادل، ص ١٣٦

[٤١] فرحان، حسن ثابت: أثر الأزمة المالية العالمية الحالية على أداء المصارف الإسلامية والتنمية، ( د، ت )، ( ت، ط ) ص ١٤

هذه أهم الآثار الاقتصادية التي انعكست على اقتصادات العالم بسبب المضاربات الوهمية، والتي كان له الدور المباشر في حدوث الأزمة المالية، متزامنة مع الأسباب الأخرى كالقروض بفائدة، وانهيار أسواق العقارات. . الخ.

**المبحث الخامس: دور عقود الخيارات المالية في الأزمة المالية:**

من خلال ما تمّ عرضه يتبين أن الباعث على عقود الخيارات المالية ابتداء الربح السريع القائم على المضاربة على فروق الأسعار وإن اختلفت المسميات، فالقصد والغاية منها هو الحصول على أكبر قدر ممكن من الربح وبأسرع وقت، وبأقل مخاطرة، وقد تقرر سابقا في ثنايا الدراسة، أن هذا الربح هو لطرف دون آخر، ومن المعلوم أن كافة العقود المتعارف عليها شرعا وقانونا غايتها تحقيق مصالح متبادلة للطرفين، وشبه متوازنة من حيث الربح والخسارة حتى ولو خسر أحدهم وربح الآخر، لذلك فإن هذه العقود دائما فيها طرف رابح وطرف خاسر، لذلك فإن هذا العقد الذي يترتب على انتفاع أحد طرفيه مضرة الطرف الآخر هو مخالف لكافة العقود المتعارف عليها شرعا وقانونا، ولا يشبه في ذلك أو لا يماثله من كل وجه سوى ما كان على سبيل القمار. فالباعث إذن هو المضاربة على فروق الأسعار، وأما مآل هذه العقود من خلال ما سبق بيانه، فيتمثل فيما أحدثته هذه العقود من آثار اقتصادية سلبية انعكست على الأسواق المالية، مساهمة بذلك في حدوث الأزمة المالية، وتفصيل ذلك من خلال بيان تلك الآثار وذلك على النحو الآتي:

١. **عقود خيار الشراء وسيلة للتلاعب بالأسعار:**

إذا لجأ أحد كبار التجار إلى البيع على المكشوف وهو يتوقع انخفاض السعر، فإن غيره من التجار غالبا ما يحاكونه في هذا السلوك باعتباره قائدا، الأمر الذي يترتب عليه تجاه السعر إلى الهبوط، وبالرغم من ذلك ولأن التاجر يتوجس خيفة من تقلبات السوق وتغير اتجاهات الأسعار، فإنه يلجأ إلى بيع عقود الخيارات، وبأسعار زهيدة يغري المشترين على الشراء رغم أنه غير راغب في تسليم الأوراق في مثل هذه الظروف، كونه لن يطالبه أحد بتسليم الأوراق مالم يرتفع سعرها، وهكذا يتلاعب محرر الخيار بالأسعار حسب مصلحته[٤٢]

٢. **عقود الخيارات لا تحقق مصلحة المتعاقدين المتبادلة:**

إن كافة العقود المتعارف عليها شرعا وقانونا غايتها تحقيق مصالح متبادلة للطرفين، وشبه متوازنة من حيث الربح والخسارة حتى ولو خسر أحدهم وربح الآخر، ولكنّ الأمر في عقود الخيارات مختلف، حيث إن كل مكسب يحققه أحد طرفي العقد يمثل خسارة للطرف الآخر وبمعنى آخر فإن مكسب مشتري الخيار هو ذاته خسارة بائعه، والمكسب الذي يحققه بائع الخيار هو ذاته خسارة المشتري، لذلك فإن هذا العقد الذي يترتب عليه انتفاع أحد طرفيه مضرة الطرف الآخر، يخالف كافة العقود المتعارف عليها شرعا وقانونا، ولا يشبه في ذلك أو يماثله من كل وجه سوى ما كان على سبيل القمار[٤٣].

٤. **التأثير السلبي لعقود الخيارات على توزيع الثروة:**

تتمثل آثارها السلبية على توزيع الثروة بين الأفراد، بما يلي:

---

[٤٢] رضوان: سمير، أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية، ص ٣٢١

[٤٣] المرجع السابق، ص٢٥٢

أ. **المكاسب في عقود الخيارات تمثل الخسارة :**

سبق وأن بينا أن مكسب مشتري عقد الخيار هو ذاته خسارة بائعه، ومكسب البائع هو ذاته خسارة المشتري، وهذا يعني أن هناك دائما سيكون رابح، وآخر خاسر، وهذا بدوره يؤثر سلبا على نمط توزيع الثروة بين الأفراد، حيث ستتركز الثروة في أيدي الفئة الرابحة من هذه العقود، وهم كبار المضاربين، وبالطبع يستطيع هؤلاء الكبار تدوير هذه الأموال لصالحهم من خلال تأثيرهم على الأسعار وتلاعبهم بها، وبهذا التدوير لأموال ضخمة من قبل كبار المتعاملين، سيؤدي إلى إفلاس الآخرين وهم القاعدة الأكثر اتساعا.

ب. **عقود الخيارات سبب في رواج المضاربة في السوق المالي**

إن من دوافع المستثمرين في عقود الخيارات المضاربة على فروق الأسعار، سعيا لتحقيق الأرباح العالية، من خلال سعيهم للاستفادة من التغيرات التي تحدث في القيمة السوقية للأوراق المالية في الأجل القصير جدا[٤٤]، وبهذا الرواج للمضاربة سيؤدي إلى تداول أموال ضخمة بين المتعاملين، وعندها يستطيع كبار المضاربين تدوير هذه الأموال لصالحهم من خلال تأثيرهم على الأسعار وتلاعبهم بها، وذلك من خلال إصدارهم عقود خيارات بيع أوراق مالية كبيرة يملكونها بأسعار زهيدة، مما يدفع صغار المتعاملين للاقتداء بهم فيعمدون إلى شراء تلك الأوراق المالية محل العقد، والموجود في السوق المالي على أمل ارتفاع أسعارها، مما يؤدي إلى زيادة الطلب عليها فترتفع أسعارها، وبهذا التدوير لأموال ضخمة من قبل كبار المتعاملين سيؤدي إلى إفلاس الآخرين وهم القاعدة الأكثر اتساعا[٤٥].

٥. **عقود الخيارات وأثرها السلبي على الإنتاج**

إن لعقود الخيارات أثرا سلبيا على الإنتاج، ويتجلى هذا من خلال استخدام المستثمرين لها كأداة تحوطية تحميهم من مخاطر تقلبات الأسعار، وهذا يعني أن هذه العقود أصبحت أداة مشجعة لأصحاب الأموال، تدفعهم إلى توجيه أموالهم للاستثمار في السوق المالي "البورصة " مادام أن هذه العقود تحميهم من الخسائر ولا تحرمهم في ذات الوقت من تحقيق الإرباح حينما تصدق توقعاتهم، وبهذا إبعاد لكثير من أصحاب رؤوس الأموال عن القيام بالعمليات الإنتاجية الحقيقية التي يتطلبها المجتمع من صناعة وزراعة وتعدين ...الخ، وتجعلهم في انتظار فرص قنص الربح التي قد تسنح لهم من خلال تغيرات الأسعار، ومما يزيد الأمر سوءا إذا صحت توقعاتهم وربحوا ازدادوا تعلقا بها " المضاربة "، الأمر الذي يجعل من دوران رؤوس أموال هؤلاء الأفراد بعيدا كل البعد عن دورة النشاط الاقتصادي، وخلاصة القول: إن الفرص التي قد تتوفر للمضاربين تتطلب أحيانا أموالا جاهزة لاغتنامها، وهذا يعني أن من يمتهن المضاربة سيجنب أمواله السائلة أو جزءا منها ولن يستخدمها، انتظارا لاقتناص فرص التربح، بل ولن يسمح للآخرين باستخدامها في دورة الإنتاج[٤٦]. وبعد هذا الاستعراض لتلك الآثار التي تسبب بها عقود الخيارات المالية يتبين أن هذه العقود هي من أكبر أسباب الأزمة المالية، كيف لا وهي عقود وهمية لا ينفذ منها إلا نسبة ضئيلة وهذا ما أثبته واقع التعامل بها في الأسواق المالية فقد ثبت أن ما نسبته ٩٨% من هذه العقود لا يجري تنفيذها، حتى تلك النسبة لو تمّ الاتفاق على تنفيذها فإنما يكون ذلك بالتصفية على فروق الأسعار دون أن يحصل تبادل حقيقي بين الطرفين، فلا البائع يقبض الثمن، ولا المشتري يقبض السلعة، إنما يكتفى أن يأخذ كل واحد

---

٤٤ محي الدين، احمد محي الدين احمد، أسواق الأوراق المالية وأثارها الإنمائية في الاقتصاد الإسلامي، ص ٤٨٤.
٤٥ رضوان: سمير، أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية ص٢٥٢
٤٦ محي الدين، احمد، الأسواق المالية، ص٥١٨ بتصرف

منهما فرق السعر من الآخر وبالتالي لا بد ان يكون واحد منهما خاسرا والآخر رابحا، ومن هنا وصف بعض الاقتصاديين أن هذه العقود ليس قيمة اقتصادية واضحة[٤٧].

بهذا هذا العرض يتبين أن هذه الآثار الاقتصادية لعقود الخيارات المالية والتي انعكست على الأسواق المالية بصورة سلبية، دوافعها كلها المضاربة على فروق الأسعار وبالتالي يمكن القول أنها كانت من أسباب حدوث الأزمة المالية

**المبحث السادس: دور الاقتصاد الإسلامي في الوقاية من آثار المضاربات، وما تسببه من أزمات:**

يمتاز الفكر الاقتصادي الإسلامي عن الفكر الاقتصادي الرأسمالي بتوزيع الحلول للأزمة الاقتصادية الراهنة بين كل من القطاع العام والقطاع الخاص، ولقد تبين من تحليل أسباب الأزمة المالية المعاصرة أنها تتركز حول النظم الوضعية الآتية: نظام الفائدة الربوية، ونظام الفائدة على القروض وعلى نظام التجارة بالديون أخذًا وعطاءً، وعلى نظام جدولة الديون مع رفع سعر الفائدة مقابل زيادة الأجل، وعلى نظام بيع الديون، وعلى نظام المشتقات الذي يقوم على المعاملات الاحتمالية والمقامرة. لذلك فإن النظام المالي الإسلامي يمكن ان يكون له دور في الوقاية من آثار المضاربات وما تسببه من أزمات، وذلك لقيامه على مجموعة من القواعد التي تقلل من المخاطر الاقتصادية التي يتسبب بها نظام الفائدة، والمشتقات المالية، وعليه فان الالتزام بقواعد وضوابط الاستثمار والتمويل الإسلامي، والاعتماد على أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية هي البديل المقدم، والحل المناسب لتجاوز الأزمة الراهنة التي يشهدها الاقتصاد العالمي وبيان ذلك كما يلي:

١. **المشاركة في الربح والخسارة**[٤٨]:

إن المشاركة في الربح والخسارة طريق من طرق تحقيق العدالة التي يسعى الاقتصاد الإسلامي إلى تحقيقها في المجتمع البشري، وذلك من خلال نظامه المالي الذي من مبادئه أن يشترك صاحب المال في المخاطرة، وهذا يعني أن المنظم والممول عليهما أن يقتسما الربح والخسارة بينهما بصورة عادلة وحتى يتحقق ذلك لم يسمح النظام المالي الإسلامي بخلق الديون من خلال الإقراض والاقتراض المباشر، انما طلب خلق الديون بواسطة بيع الأصول وإجارتها، عن طريق أساليب التمويل القائمة على البيع أو الإجارة " مرابحة، إجارة، سلم، استصناع، صكوك " و لم يكتف بذلك بل وضع شروطا لهذه الأساليب ليصح التعامل بها، وهي كما يلي:

**أ.** يجب أصل المبيع أو المؤجر أن يكون أصلا حقيقيا، لا خياليا أو افتراضيا، وهذا يساعد على استبعاد الكثير من عمليات المضاربة التي تنطوي على الغرر، والقمار، وقد سبق بيان دور هذا النوع من المضاربات في حدوث الأزمة المالية.

**ب.** على البائع أن يمتلك السلع المباعة أو المؤجرة، وهذا يجعل البائع يشارك بحصة من المخاطرة وبذلك لا تكون المبادلات صفرية، إنما مبادلات حقيقية، يتوزع من خلالها الربح والخسارة بين كلا الطرفين وهو عين العدالة.

---

[٤٧] الاسلامبولي: أحمد محمد، العقود المستقبلية ورأي الشريعة الإسلامية، ص ٧٨ بتصرف

[٤٨] شابرا، محمد عمر: الأزمة المالية العالمية: هل يمكن للتمويل الإسلامي أن يساعد في حلها، الأزمة المالية العالمية أسباب وحلول من منظور إسلامي، مجموعة من الباحثين، مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي، جامعة الملك عبد العزيز، ط١، ٢٠٠٩، ص٣٤ ٣٥، بتصرف

**ج.** يجب أن تتوفر نية الاستلام والتسليم للثمن والمثمن، وهذا يساعد إلى استبعاد الكثير من المضاربات والمشتقات الوهمية، التي لا توجد فيها نية للتسليم والاستلام.

من كل ما تقدم فان قيام النظام المالي والاقتصادي الإسلامي على قاعدة المشاركة في الربح والخسارة وعلى التداول الفعلي للأموال والموجودات، والتفاعل الحقيقي بين أصحاب الأموال وأصحاب الأعمال والخبرة والعمل وفق ضابط العدل والحق وبذل الجهد، يقلل من حدة أي أزمة حيث لا يوجد فريق رابح دائماً أبداً وفريق خاسر دائماً أبداً، بل المشاركة في الربح والخسارة.

٢. **منع التمويل الربوي :**

إن الأزمة ابتدأت بالربا " القروض" وتطورت إلى الميسر" المضاربات الوهمية " وأصبح أحدها يغذي الآخر، لتنتهي بالكارثة، فلو لم تكن الأديان السماوية قد حرمت الربا والميسر لكان في الأزمات المتلاحقة التي تنشأ عنهما ما يكفي العقلاء لمنعهما[٤٩]، والربا هو فصل التمويل عن النشاط الإنتاجي وبهذا يسمح للقرض بأن ينمو ويتضاعف بمجرد مرور الزمن بمعزل عن الثروة الحقيقية، وبالتالي لمنع الربا يتطلب أمرين هما: استبعاد القروض كوسيلة لتمويل الأعمال، ومنع المتاجرة بالقروض.

٣. **تحريم نظام المشتقات المالية [٥٠]:**

حرمت الشريعة الإسلامية نظام المشتقات المالية والتي تقوم على معاملات وهمية يسودها الغرر والجهالة، ولقد كَيَّف فقهاء الاقتصاد الإسلامي مثل هذه المعاملات على أنها من المقامرات المنهي عنها شرعا، ولقد أكد الخبراء من علماء الاقتصاد الوضعي أن من أسباب الأزمة المالية العالمية المعاصرة هو نظام المشتقات المالية لأنها لا تسبب تنمية اقتصادية حقيقية، بل هي وسيلة من وسائل خلق النقود التي تسبب التضخم وارتفاع الأسعار، كما أنها تسبب بالانهيار السريع في المؤسسات المالية التي تتعامل بمثل هذا النظام، وما حدث في أسواق دول شرق آسيا ليس منا ببعيد ولا هذا فقط، بل حرَّمت كافة صور وصيغ وأشكال بيع الدين بالدين مثل: خصم الأوراق التجارية وخصم الشيكات المؤجلة السداد، ونظام جدولة الديون مع رفع سعر الفائدة، وقد نهى النبي عليه السلام عن بيع الكالئ بالكالئ.

٤. **إحياء نظام الزكاة:**

الزكاة نظام تكافل اجتماعي تم تطبيقه على المستوى الدولي في عهد الخليفة عمر بن العزيز وفوائدها لم تكن مقتصرة على المسلم ولكن استفاد منها حتى أهل الذمم من الرسالات الأخرى. وكان الريع الاقتصادي في عهد الخليفة عمر بن عبد العزيز يعتمد بصورة كبيرة على الزكاة وهو ما يمكن تسميته بالنظام الضريبي المالي ولأن الزكاة ركن من أركان الإسلام كالصلاة والصوم والمسلم مطالب بأدائها ليصرف ريعها في خدمة المجتمع من خلال جعل المال يتداول بين جميع فئات المجتمع[٥١]، ولأجل التحقيق الفعلي لتداول المال بين جميع فئات المجتمع، وجدنا الإسلام يفرض للفقراء حقا ثابتا في مال الأغنياء الزكاة، ويفرض الإنفاق على الضعفاء وغير القادرين على التكسب من الأبناء الأزواج والأقارب، كما يرغب في التصدق على الفقراء والمساكين وذوي الحاجات، ويجعل القيام بحاجات

---

[٤٩] سويلم، سامي: أسلحة الدمار المالي الشامل، الأزمة المالية العالمية أسباب وحلول من منظور إسلامي، مجموعة من الباحثين، مركز أبحاث الاقتصاد الإسلامي، جامعة الملك عبد العزيز، ط١، ٢٠٠٩، ص٤٧

[٥٠] شحادة، حسين حسين: أزمة النظام المالي العالمي في ميزان الاقتصاد الإسلامي، muntada. islamtoday. net، تاريخ ٢٠٠٨/١٠/٢٥

[٥١] جحنيط، مريم: الأزمة المالية ومعالم البديل الاسلامي، بحث مقدم إلى مؤتمر الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والإسلامي، جامعة الجنان – زيتون أبي سمراء، ١٣ ١٤ /٢٠٠٩ ص١٢

جميع المحتاجين الناس فرضا من فروض الكفايات، وكل ذلك يجعل المال يتحرك بين جميع فئات المجتمع، بخلاف النظام الربوي الذي يجعل الفرد مستأثرا بالمال ثم يقرضه للمحتاجين مستغلا لحاجاتهم بالفائدة بضمان ما يملكون ليحجر عليه عند عجزهم عن الوفاء مما يؤدي إلى تركز أغلب المال في يد فئة قليلة من الناس، ويجعل الباقين عبيدا لهم، يعيشون في بيوت مرهونة ويركبون سيارات مرهونة ويلبسون لباسا مرهونا[٥٢] لذلك فإن هدم هذا الركن جعل الناس لا سيما المسلمين يقعون تحت براثن الربا وأضراره كما هو الحال في الأزمة المالية الحالية.

٥. **إنظار المعسر:**

قرن القرآن الكريم بين تحريم الربا وبين إنظار المعسر، وذلك لما لهذا الخلق من وظيفة اقتصادية في غاية الأهمية، وقد ظهرت هذه الأهمية بظهور الأزمة المالية، فالأزمة بدأت مع تعثر المقترضين من ذوي الملاءة المنخفضة، وهذا قد أدى إلى تراجع في تمويل القروض العقارية، ومن ثم إلى تراجع أسعار العقار، مما فاقم من مشكلة التعثر، وأدى إلى سلسلة من الإخفاقات في المؤسسات المالية والمصرفية، وعليه إن كان الانهيار ابتدأ في تعثر السداد، فإن من أهم عوامل تطويق الأزمة ومحاصرة تداعيها هو إمهال المدينين غير القادرين على السداد[٥٣]، وفلسفة ذلك أن المعسر الذي ثبت عجزه، لم يجز الإسلام أن يباع مسكنه الذي لا يستغني عنه، وهذا يعني أن مساكن المعسرين لن تباع بالمزاد العلني، وبهذا المنع لبيع مساكن المعسرين حفظ لأسعار العقارات من الهبوط أو على الأقل يقلل من سرعة انخفاضها، وليس فحسب بل حينما يرى مانح الائتمان أنه لن يستطيع بيع مسكن المعسر ليستربح منه، فإن ذلك سيجعله أكثرا حذرا في منح الائتمان، والأزمة الحالية نحن نعلم أن من أسبابها: تساهل المؤسسات المالية في إقراض أصحاب الملاءة المنخفضة، لذلك فتطبيق مبدأ إنظار المعسر كان يمكن أن يحول دون التوسع في إقراض هذه الفئة، ويقلل بالتالي من احتمالات الانهيار من البداية.

٦. **تحريم بيع ما لا يملك، وبيع ما لم يقبض:**

التشريع الإسلامي حرم بيع ما لا نملك كبيع السمك في البحر وهذه الصورة البسيطة من أنواع البيع مشابهة لما نراه من مضاربات وهمية في الكثير من السندات العقارية، والأوراق المالية والتي أصبحت من خلالها النقود مجرد سلعة جامدة تباع وتشترى دون أن تدخل في العمليات الإنتاجية الملموسة بإحياء الأراضي الزراعية وإنشاء المصانع وغيرها، لذلك فمنع بيع السلع قبل أن يحوزها المشتري، وتحريم بيع ما لا يملك الإنسان، وتحريم تداول الأوراق المالية والسندات والأسهم الناتجة عن العقود الباطلة، له دور كبير في إخراج المضاربات الوهمية من الأسواق المالية، لأن المبدأ الذي يرتكز عليه المستثمرون هو بيعهم لأوراق مالية لا يملكونها. [٥٤]

٧. **دور الدولة في إدارة الأزمة:**

من المبادئ الأساسية التي يقوم عليها الاقتصاد الإسلامي، مبدأ التوجيه الإداري للنشاط الاقتصادي وهذا المبدأ مؤسس في أصوله على نظرية التوازن الاجتماعي التي يعتمدها الإسلام أسلوبا وهدفا لتحقيق العدالة الاجتماعية. وبمقتضى هذا النظر يخضع النشاط الاقتصادي في حركته وتوجهه لإرادة الدولة بوصفها الممثل الشرعي للمجتمع، وقد منحت الشريعة الإسلامية لولي الأمر سلطات غير مباشرة تنظيمية ورقابية تبيح له التدخل في الحياة

---

[٥٢] عسكر، صالح: المعاملات المالية التعاونية والتشاركية الإسلامية وأثرها في الوقاية من الأزمات الاقتصادية وعلاجها [٥٢]بحث مقدم إلى مؤتمر الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والإسلامي، جامعة الجنان – زيتون أبي سمراء، ١٣ ١٤ /٢٠٠٩.

[٥٣] سويلم سامي: مرجع سابق: ص٥٥

[٥٤] جحنيط، مريم: مرجع سابق، ص ١٤

الاقتصادية. وسلطات مباشرة إنتاجية وتوجيهية ترمي إلى القيام بمهام الإنتاج في بعض الفروع الإنتاجية، وتوجيه الإنتاج في فروع إنتاجية أخرى بالصورة التي تتفق ومصلحة المجتمع. لذلك فالدولة من وجهة نظر الفكر الإسلامي لها دور مراقب، وموجّه، ومسؤوليتها تستدعي أحياناً إلى درجة التدخل في السوق لتعديل ميزان العرض والطلب بهدف رفع المظالم، ولكن ليس كجهة مؤثرة في ميزان العرض والطلب، وهذا بخلاف ما عليه النظرية الاقتصادية الكلاسيكية التي نصت على وجوب عدم تدخل الدولة في النشاط الاقتصادي ، لذلك يمكن ان يكون دور للدولة قد يسهم في الحد من الأزمة المالية الراهنة من خلال قيامها بالوظائف التالية[٥٥].

١. إلزام البنوك"بالتوّقف عن بيع ا لديون": بيع الديون محرم في الشريعة الإسلامية، فلقد روى ابن عمر رضي الله عنه "أنّ النبي صّلى الله عليه وسلم نهى عن بيع الكالئ، أي بيع الدين بالدين.

٢. نشر ثقافة الاقتصاد الإسلامي؛والتي منها الدعوة إلى التزام ضوابط الاستثمار والإنتاج والتوزيع والاستهلاك وفق مبادئ وقيم الشريعة الإسلامية

٣. إلزام البورصات بالتوّقف عن المخالفات الشرعية: والتي منها البيع على الهامش والبيع على المكشوف والعمليات الآجلة الباتة، وبيع السندات الربوية، وهذه جميعها تندرج ضمن صور المعاملات المالية المحرمة. وإلزامها بالتزام ضوابط الاستثمار الشرعية.

٤. إلزام المؤسسات المالية باستخدام"صيغ التمويل الإسلامي": وهي التي تعتمد في المصارف الإسلامية من مرابحات ومشاركات واستصناع وما شابها من صيغ التمويل المشروعة البعيدة عن الربا. .

**دور القطاع الخاص في إدارة الأزمة:** [٥٦]

يتمثل القطاع الخاص بالطبقات الآتية: المستثمرين والمستهلكين والمدخرين، وينبغي أن يكون لهم دور في إدارة الأزمة الراهنة، خصوصًا أنهم يتأثرون أكثر من تأّثر الدولة، وتترك عليهم آثارًا سلبية جمة، والأولى بصاحب المشكلة أن يبدأ بإيجاد حلول لها، فإن عجز عنها لجأ إلى غيره.

• **دور المستثمر في إدارة الأزمة:**

يجب على المستثمر أن يلتزم بالضوابط الشرعية للاستثمار، من خلال ضبطه لطرق استثماره لماله، ذلك لأن الشريعة لم تعط الحرية المطلقة لصاحب المال كي يتصرف به كيف يشاء، لأن مصلحة الجماعة تقدم على مصلحة الفرد. فلكل فرد الحرية في تنمية أمواله، ولكن في الحدود المشروعة، فله أن يتجر، ولكن ليس له أن يغش أو يحتكر ضروريات الناس، أو يقرض أمواله بالربا، أو أن يظلم في أجور العمال ليزيد في أرباحه، فهذا كّله حرام

• **دور المدخر في إدارة الأزمة الراهنة:**

كذلك فإن للمدخر دورًا في إدارة الأزمة الراهنة من زاوية الفكر الاقتصادي الإسلامي، ويتمثل ذلك الدور بعدة أمور، أهمها الآتي

١ أداء زكاة المال، وقد بينا دور الزكاة في إدارة الأزمة من خلال دورها في توزيع المال على جميع أفراد المجتمع، مما يجعل المال يتحرك بين جميع فئات المجتمع بخلاف النظام الربوي الذي يجعل الفرد مستأثرا بالمال.

---

[٥٥] البلتاجي، محمد: 10مقدمات من الاقتصاد الإسلامي لمواجهة الأزمة المالية العالمية، www. aazs. net/montada-f51/topic-t3269. htm

[٥٦] الرافعي، حسن، محمد: دور الفكر الاقتصادي الإسلامي في إدارة" الأزمة الاقتصادية الراهنة، بحث مقدم لمؤتمر الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والإسلامي"، جامعة الجنان، ٢٠٠٩.

٢ استثمار رأس المال في المجالات المشروعة، وعدم حجبه عن حركة النشاط الاقتصادي، وذلك من خلال ادخاره في المصارف والمؤسسات الإسلامية التي تعتمد في استثماراتها على الأساليب الاستثمارية المباحة شرعا.

**• دور المستهلك في إدارة الأزمة الراهنة[٥٧]:**

يعتبر مبدأ لاقتصاد في الإنفاق بنداً مهماً من بنود النظام الاقتصادي الإسلامي، الذي يمكن أن يكون له دور أساسي في إدارة مفردات الأزمة الاقتصادية، بهدف التخفيف من آثارها أو التخلص منها. ولقد ذكر القرآن الكريم هذا المبدأ في قوله تعالى: {والذين إذا أنفقوا لم يسرفوا ولم يقتروا وكان بين ذلك قواماً} (الفرقان: ٦٧)، وجاء ذلك خلال بيانه لصفات المؤمنين، وهذا يعني أن الاقتصاد في الإنفاق صفة محمودة من صفات المؤمنين الصادقين. أما عن معنى هذا المبدأ "الاقتصادي في الإنفاق، فهو الإسراف في النفقة الذي ما جاوز الحد الذي أباحه الله سبحانه وتعالى لعباده إلى ما فوقه، والإقتار: ما قصَّر عما أمر الله سبحانه وتعالى به، والقوام بين ذلك، أما عن العلاقة بين مبدأ الاقتصاد في الإنفاق وإدارة الأزمة الاقتصادية، فإنها تظهر من خلال بيان دور المستهلك المنفق الذي يكون إما موسراً وإما معسراً، ولكن قبل ذلك لابد من الإشارة إلى أن الإسلام اعتنى "بتدوير الثروة في المجتمع، وجعل للفقراء والمساكين نصيباً في أموال الأغنياء في جانب، وفي الجانب الآخر، أمر كل فرد من أفراد المجتمع بالاقتصاد في نفقاته، حتى لا يختل بإفراط الأفراد أو تفريطهم في استعمال وسائلهم الاقتصادية التوازن في توزيع الثروة وبناء عليه، فإنه إذا كان المستهلك موسراً أي غنياً ثم قام بتطبيق مبدأ "الاقتصاد في النفقة"، فهذا يعني أن هناك قسماً من دخله سيدخل خانة الادخار، ثم يقوم بعد ذلك بإنفاق قسم منه على من يعاني من آثار مفردات الأزمة الاقتصادية كالفقراء والمساكين والمديونين، وبذا يظهر دور المستهلك الموسر في إدارة مفردات الأزمة الاقتصادية. أما المستهلك المعسر، وهو الذي يتساوى دخله مع نفقات استهلاكه، أو ربما يتجاوز دخله نفقات استهلاكه، ولكن بشكل يسير، فإنه عندما يطبِّق مبدأ الاقتصاد في الإنفاق بحيث يحافظ على نفسه من الوقوع تحت آثار مفردات الأزمة الاقتصادية، وإلا فإنه سيجد نفسه واقعاً تحت أعبائها في حال التخلي عن تطبيق ذلك المبدأ، الذي جاءت به نصوص الشريعة، وأرادت من خلاله إخبارنا "أنه لا ينبغي لرجل أن ينفق شيئاً إلا وهو ضمن حدود وسائله الاقتصادية: لا يحل له أن يجاوز الحد حتى تكون نفقاته أكثر من دخله، ثم يضطر إلى تكفف الناس، أو ينهب أموال غيره، أو يستقرض من الناس من دون حاجة حقيقية ثم لا يؤدي إليهم، أو يصرف في أداء دينه كل ما يملك من الوسائل الاقتصادية، ويدخل نفسه بأعماله وتصرفاته في زمرة الفقراء والمساكين، فإنه إن فعل ذلك سيجد نفسه تحت آثار مفردات الأزمة الاقتصادية، وإنه إن امتنع عن ذلك، وطبّق مبدأ الاقتصاد في الإنفاق، فإنه سيخفف من تلك الآثار عليه أو يتخلص منها، وهنا يظهر دوره في إدارة مفردات الأزمة الاقتصادية.

• بعد هذا العرض لدور الاقتصاد الإسلامي في الحماية من براثن المضاربات الوهمية، يجب أن نشير إلى أن هذا النظام المالي هو مرتبط بعقيدة، كما هو أيضا جزء من نظام تشريعي متكامل[٥٨] ولذلك فإن الضمان لأدائه لدوره الكامل لا يمكن أن يتم إلا داخل مناخ اجتماعي يأخذ بعقائد الإسلام وشرائعه ككل متكامل، ومع ذلك فإننا لا ننكر إمكان الاستفادة منه ضمن منظومات اقتصادية غير إسلامية ولكن نتائجه وثمراته لن تكتمل إلا في مناخ إسلامي.

[٥٧] الرافعي، حسن، محمد: دور المستهلك في إدارة الأزمة الاقتصادية، موقع فقه المصارف الإسلامية. " بتصرف "

[٥٨] عسكر، صالح: دور الفكر الاقتصادي الإسلامي في إدارة" الأزمة الاقتصادية الراهنة، مرجع سابق

**النتائج والتوصيات:**

**أولا: النتائج**

يمكن استخلاص النتائج من خلال ما تم بيانه في هذه الدراسة وهي كما يلي:

١. المضاربات الوهمية هي بيع أو شراء صوريين ليس بغرض الاستثمار، ولكن للاستفادة من التغيرات الـــتي تحدث في القيمة السوقية للأوراق المالية.

٢. عقود الخيارات هي أداة من أدوات الاستثمار المستحدثة في الأسواق الماليـــة يســـتخدمها المســـتثمرون كوسيلة تحوطية للحماية من مخاطر تغير أسعار الأوراق المالية، وأسعار العملات الأجنبية، وطريقة لتعظيم أرباحهم بأقصر الطرق وأسرعها من خلال المضاربة على فروق الأسعار

٣. عقود الخيارات لعبة سوقية صفرية حيث تعد الخسارة في القيمة السوقية لأحد الطرفين هي الربح السوقي للطرف الآخر. وعلية فلا تعد هذه العقود من المبادلات الحقيقية.

٤. عقود الخيارات المالية تعتبر من أكثر المضاربات الوهمية التي تسببت في حدوث الأزمة المالية

٥. الاقتصاد الإسلامي من خلال تشريعاته له دور كبير وفعّال في إدارة الأزمة المالية، وذلك من خلال دوره في الوقاية من آثار المضاربات الوهمية، وما تسببه من أزمات.

**ثانيا التوصيات:**

١. ضرورة تغيير المستثمرون أغراضهم من الخيارات من المجازفة والحصول على فروق الأسعار، إلى الأغراض المقصودة شرعا من العقود الشرعية، المتمثلة بالتملك الفعلي للاسترباح مع تحمل الضمان

٢. استبعاد تداول عقود الخيارات من الأسواق المالية الإسلامية، والبحث عن بدائل شرعية، تؤدي غرضـــها الاستثماري.

٣. تفعيل دور الدولة من خلال: إيجاد جهاز رقابي فاعل لمراقبة الأسواق: ويشبه هذا الجهاز وظيفة المحتســـب الذي كان سائدًا في الدولة الإسلامية؛والذي يعرف بأنه "الشرطة الموكلة بالأسواق".

٤. مراقبة سلوك المتعاملين" كبار المستثمرين" في الأسواق المالية، وذلك لحماية صغار المستثمرين من خـــلال التأكد من مطابقة سلوك كبار المستثمرين للقواعد الشرعية في معاملاتهم المالية، ولتنظيم قواعد التداول في الأسواق المالية

٥. استخدام" صيغ التمويل الإسلامية "من مرابحات ومشاركات واستصناع. . الخ بديلا عن القروض بفائدة، وعن نشاطات المضاربات الوهمية، التي تعمل على تركز الثروة بفئة قليلة من الناس

**والحمد لله رب العالمين**

**المراجع**


١. إبراهيم علواش، **"نحو فهم منهجي للأزمة المالية العالمية"**، مقال منشور على الموقع الإلكتروني www. aljazeera. net/NR/exeres/FE3852AF-FB9E-4E4C-8537-F4E. htm consulté le 10/11/2008

٢البلتاجي، محمد: **10مقدمات من الاقتصاد الإسلامي لمواجهـــة الأزمـــة الماليـــة العالميـــة**، www. aazs. net/montada-f51/topic-t3269. htm

٣. الاسلامبولي: أحمد، **العقود المستقبلية ورأي الشريعة الإسلامية**، رسالة دكتوراه، الجامعـــة الأمريكيـــة ٢٠٠٣.

٤. آل سلمان: مبارك بن سليمان، **أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة** دار كنوز اشبيليا، الريـــاض، ط١، ٢٠٠٥

٥. حطاب: كمال توفيق، **نحو سوق مالية إسلامية**، بحث مقدم إلى المـــؤتمر العلمـــي الثالـــث للاقتصـــاد الإسلامي، المملكة العربية السعودية، جامعة أم القرى، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، ٢٠٠٥.

٦. حبش: محمد محمود، **الأسواق المالية والعالمية وأدواتها المشتقة تطبيقات عملية**، الناشـــر بنـــك الأردن، عمان، الأردن، ١٩٩٩

٧. حمامي: عبد الكريم، قاسم، **سلسلة الاستثمار الحديثة في خيارات الأســـهم وخيـــارات مؤشـــرات الأسهم**، مطابع الفرزدق التجارية الرياض، ( د، ت )
٨. الحناوي: محمد صالح، **تحليل وتقييم الأسهم والسندات**، الدار الجامعية، (د، ط) ١٩٩٩ ٢٠٠٠
٩. دنيال أرنولد، ترجمة عبد الأمير شمس الدين، **تحليل الأزمات الاقتصادية للأمس واليوم**، المؤسسة الجامعية للنشر والتوزيع، بيروت، 1992م، ص 11
١٠. رضوان: سمير عبدالحميد، **أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادي**، المعهد العـــالمي للفكر الإسلامي، القاهرة، ط١، ١٩٩٦
١١. الرافعي، حسن، محمد: **دور الفكر الاقتصادي الإسلامي في إدارة" الأزمة الاقتصادية الراهنة**، بحـــث مقدم لمؤتمر الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والإسلامي"، جامعة الجنـــان، ٢٠٠٩.
١٢. السيد البدوي عبد الحافظ، **إدارة الأسواق المالية -نظرة معاصرة** -دار الفكر العربي، القـــاهرة، 1999، ص٣٩
١٣. عسكر، صالح: **المعاملات المالية التعاونية والتشاركية الإسلامية وأثرها في الوقايـــة مـــن الأزمـــات الإقتصادية وعلاجها**، بحث مقدم إلى مؤتمر الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظـــام الاقتصـــادي الغربي والإسلامي، جامعة الجنان، ١٣، ١٤/٢٠٠٩
١٤. عوض: مروان، **العملات الأجنبية الاستثمار والتمويل بين النظرية والتطبيق** معهد الدراسات المصرفية، عمان، ١٩٨٨
١٥. فياض: عطية، **سوق الأوراق المالية في ميزان الفقه الإسلامي**، دار النشر للجامعـــات، مصـــر، ط١، ١٩٩٨
١٦. القري: محمد علي، **الأسواق المالية**، مجلة مجمع الفقه الإسلامي عدد٦، م٢ ١٩٩٠.
١٧. محيي الدين: أحمد حسن، أسواق **الأوراق المالية وأثرها الإنمائية في الاقتصاد الإسلامي الكتاب الثاني**، سلسلة صالح كامل للرسائل الجامعية في الاقتصاد الإسلامي، ط١ ١٩٩٥

١٨. المصري، رفيق **المضاربة على الأسعار بين المؤيدين والمعارضين**، مركز أبحاث الاقتصـــاد الإســـلامي جامعة الملك عبد العزيز – جدة، ندوة الأربعاء، /١٤٢٦/١١ه = ٢٠٠٥/١٢/٢٨م
١٩. مريم جحنيط **الأزمة المالية ومعالم البديل الإسلامي**، بحث مقدم إلى مؤتمر الأزمة المالية العالمية وكيفيـــة علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والإسلامي، جامعة الجنان – زيتون أبي سمراء، ١٣ ١٤ /٢٠٠٩
٢٠. هندي: منير، **أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية**، المكتب العربي المعهد العربي للدراســـات الماليـــة والمصرفية، المؤسسة العربية المصرفية، عمان، ( د ت) ( د، ط )